THE LIBRARY OF THE
UNIVERSITY OF
NORTH CAROLINA
AT CHAPEL HILL

ENDOWED BY THE
DIALECTIC AND PHILANTHROPIC
SOCIETIES

HG1134
.038

a 00000 03538 5

This book is due at the LOUIS R. WILSON LIBRARY on the last date stamped under "Date Due." If not on hold it may be renewed by bringing it to the library.

| DATE DUE | RET. | DATE DUE | RET. |
|---|---|---|---|
| JAN 2 7 1999 | | | |
| | | | |
| | | | |
| | | | |
| | | | |
| | | | |
| | | | |
| | | | |
| | | | |
| | | | |
| | | | |
| | | | |
| | | | |
| | | | |
| | | | |
| | | | |
| | | | |
| Form No. 513 | | | |

# LA INTERVENCIÓN DE LOS CAMBIOS EN ESPAÑA

LUIS OLARIAGA

# LA INTERVENCIÓN DE LOS CAMBIOS EN ESPAÑA

PRIMERA EDICIÓN

BIBLIOTECA NUEVA
MADRID
1929

ES PROPIEDAD

TALLERES ESPASA-CALPE, S. A., RÍOS ROSAS, 24. — MADRID

PRIMERA PARTE

# *LA DEPRECIACION DE LA PESETA*

Digitized by the Internet Archive
in 2025 with funding from
University of North Carolina at Chapel Hill

https://archive.org/details/laintervencindel00olar

## *INTRODUCCION*

Este trabajo tiene por única y exclusiva finalidad la aclaración sincera y sumaria de un tema de indubitable gravedad pública sobre el que los más tenaces prejuicios y las menos piadosas intenciones han tejido una inaudita serie de falacias. Pensado en forma de conferencia y preparado con el apremio que la oportunidad exige, no tiene —ni el autor cree que necesita, dado su objeto— decoración documental ni estadística, pero tiene información directa y veracidad. Es una simple respuesta, breve y sencilla, a los juicios de más bulto que andan rondando, de un tiempo a esta parte, sobre la intervención de los

cambios en España. No lleva tono de polémica ni de acritud, pues cuando se va cargado de razones el arma más fuerte es la serenidad; por el contrario, está hecho en tono de tesis expositiva y casi académica.

# I

## *LA POLITICA MONETARIA TRADICIONAL EN ESPAÑA*

Hace unos cuantos años, conversaba una tarde el autor de estas líneas con un memorable político español sobre el tema de la estabilización de la peseta. Contaba aquel político cómo por el año de 1904, patente la crisis monetaria que habían dejado las guerras coloniales, había pretendido resolver definitivamente el problema y, al efecto, había invitado a pasar por su despacho a todas las autoridades financieras españolas más principales; pero le habían armado tal galimatías, que había decidido no tocar el asunto, puesto que, aun suponiendo que tuviera remedio, se había convenido de que aquellos financieros no

lo arreglarían. Esta anécdota es rigurosamente cierta.

Si alguien recuerda la discusión parlamentaria sobre el tema en la aludida época, tendrá presentes los argumentos que se emplearon públicamente para no acometer lo que se llamaba entonces "el saneamiento de la moneda". Se dijo que cualquier intento que se hiciera por mejorar el valor de la moneda traería a España estragos sin cuento en su vida económica y financiera, y que no había otra solución racional que la de dejar que la economía española fuese reaccionando y nivelando espontáneamente su balanza de pagos, pues era allí —y no en causa ninguna financiera— donde estaba la clave de la depreciación de la peseta.

Cierto es que había razones sobradas para combatir los proyectos de saneamiento monetario en aquel tiempo en boga, pues a lo que se aspiraba era a revalorar violentamente la peseta mediante una fuerte contracción del crédito, y esto, aparte de suponer la ruina de la exportación española, amenazaba con

una crisis muy severa a toda la producción nacional. Antes de la Gran Guerra, no era posible concebir sin escándalo una amputación de las paridades oro existentes, una estabilización legal con paridad nueva y adecuada.

Pero más fuerza que la sinrazón de que pudieran adolecer los sanitarios hacendistas, tenía la magna e inefable idea de dejar las cosas como estaban. España había vivido casi siempre con su moneda depreciada y fluctuante, "y no había pasado nada". El valor internacional de su signo monetario correspondía a una situación de hecho que no se podía con artificios modificar. La cuestión era trabajar, fomentar la riqueza, y día llegaría en que se alcanzase automáticamente el equilibrio de la balanza de pagos y se viera la peseta a la par.

Triunfó, pues, la inhibición en la crisis de la peseta después de las guerras coloniales, es decir, la política monetaria tradicional en España. Como tanto dió que hablar aquella crisis y sirvió más de una vez de arsenal de armas

políticas, hubo algunos ministros que, en una u otra ocasión, adoptaron medidas esporádicas —estampillamiento de la Deuda exterior, cobro en oro de los derechos de aduanas, alguna pequeña intervención en los cambios, etcétera—encaminadas a producir leves alivios pasajeros. Pero en las grandes líneas políticas, en la orientación general del problema monetario, triunfó la inhibición. Acaso no habría triunfado si los financieros a quienes los gobernantes consultaron —y que hay que decir en honor de la justicia que no tenían nada de teóricos— hubiesen aconsejado con mayor desinterés y menor originalidad individual. Pero armaron aquel galimatías a que se refería el político memorable, y hubo que dejar abandonado al destino el porvenir de la unidad monetaria española.

## II

## *LAS CIRCUNSTANCIAS ECONOMICAS Y FINANCIERAS DE LA ANTEGUERRA Y LAS ACTUALES*

Afortunadamente por el momento para la economía nacional, aunque desgraciadamente para el futuro de las doctrinas y de la política monetaria de España, acertaron en apariencia los inhibicionistas. Dejando la peseta abandonada, fué recuperando, al cabo de los años, gran parte de su antigua paridad. Tardó ocho, diez años. Ocho, diez años en la vida económica moderna son suficientes para encumbrar a un pueblo en el concierto internacional o para dejarlo batido y rezagado por medio siglo. En la España aislada y mezquina de la anteguerra, ocho, diez años no eran un precio considerable, y se

pagaron a gusto. No se llegó a la paridad de la peseta, pero eso, después de todo, era una ventaja, porque evitaba que cualquier teórico empedernido saliera con la idea del patrón oro y ocasionara quebraderos de cabeza a los presuntos directores de la política monetaria.

Se sintieron, pues, triunfadores los inhibicionistas con aquella experiencia del decenio anterior a la gran guerra, y, sobre todo, cuando vieron que el franco, la libra, el marco y las demás valutas acreditadas llegaba un tiempo en que andaban muy por bajo de la peseta. Se perdió en España la tradición humillada y vergonzante de la depreciación de la moneda nacional, y no bastó que en la postguerra volviera la peseta a sufrir, respecto de las nuevas valutas oro, rebajas muy depresivas. Con moneda inestable no se vivía, después de todo, tan mal: se habían tenido años de depreciación, pero también se habían tenido otros de sobreestimación; había progresado la riqueza española y hasta se habían llenado de oro los sótanos del Banco de Es-

paña. Este espíritu de confianza en el azar vino a reforzar la cómoda actitud inhibicionista y a hacer posible que sorprendiera a España en el mejor de los mundos y la mayor de las despreocupaciones la crisis más grave —en cuanto a oscilación del cambio y duración de la baja— que había de sufrir en toda la historia moderna la moneda española.

Aun no se han enterado ni quieren enterarse los sumos sacerdotes del sanhedrín nacional de que la elevación de la peseta antes de la guerra y durante la guerra fué posibilitada por circunstancias económicas nacionales e internacionales muy diferentes a las que existen en la actualidad.

Las cuatro causas más importantes de la revaloración de la peseta entre 1901 y 1913 fueron: 1.ª La interrupción de la inflación monetaria, mediante el equilibrio del presupuesto, y la desaparición de las facilidades para crear dinero en el Banco de emisión a base de pignoraciones. 2.ª La entrada de capitales en España procedentes de las antiguas colonias, que se calcula ascendieron a varios

miles de millones de pesetas. 3.ª Un período de coyuntura al alza en Europa, que permitió no produjera efectos desfavorables en el cambio el Arancel de 1906 e incrementó la exportación de minerales, metales y frutas de España. 4.ª La cantidad considerable de capitales extranjeros que vinieron a España atraídos por el desarrollo industrial que se ofrecía.

De la época de la Gran Guerra no es preciso hacer mención. Los lectores saben de sobra que la neutralidad puso a España en condiciones comerciales y navieras de singular favor, y la peseta subió hasta donde la dejaron subir las importaciones de oro y las repatriaciones de valores nacionales que estaban en poder de extranjeros.

Las circunstancias de la guerra fueron de tal excepción y transitoriedad que nadie puede esperar se repitan; pero ¿las de la anteguerra?, ¿las de la época que se ha dado en considerar normal de la vida económica internacional? Tampoco tienen nada que ver con las actuales; casi podría decirse que a la hora presente reinan precisamente las con-

trarias. Hoy no existe inmigración de capitales, sino, en todo caso, emigración, y, a medida que vaya adelantándose la ejecución del plan de Obras públicas, probablemente más; y, a medida que vaya dejándose depreciar la peseta, todavía más. Hoy no se da coyuntura al alza en Europa sino a la inversa; los precios en los países de patrón oro, con ligeras reacciones, vienen bajando constantemente, mientras en España no bajan o bajan bastante menos. Hoy se presentan constantes amenazas inflacionistas en el Banco de emisión, no sólo por las emisiones de Deuda pública —que ya se van conteniendo—, sino por la expansión excesiva de las pignoraciones de títulos, que da lugar a creaciones de dinero que no representan mercancías o servicios en circulación.

Y hoy existen, además, formidables posibilidades especulativas en los mercados monetarios internacionales dispuestas a caer sobre las escasísimas valutas que quedan por estabilizar. Eso no existía tampoco antes de la Gran Guerra. La especulación que manipu-

laba con la peseta en la anteguerra era de mucho menor importancia. Las oscilaciones de varias unidades montetarias de primer rango, en la postguerra, estimularon el empleo de grandes capitales en esa clase de especulación, y especializaron en ella a numerosos Bancos —aunque no los de mayor solvencia— y cambistas. Actualmente, la especulación internacional ronda ojo avizor sobre toda moneda abandonada y no permite sestear a los inhibicionistas sobre las pequeñas fluctuaciones de la anteguerra.

Las circunstancias generales, por consiguiente, que en otro tiempo fueron favorables para la peseta e hicieron posible su automático mejoramiento, en la presente época se presentan desfavorables y hacen sospechar que se depreciaría aún más de no imponerse serios correctivos. Y no se diga que todas éstas son teorías, sino que son evidentes hechos fáciles de comprobar. En la hora actual monetaria de España tiene sentido todo menos la política tradicional, menos la inhibición.

## III

## *LA DEPRECIACION DE LA PESETA Y LA POLITICA DEL GOBIERNO*

Han sido esta vez demasiado palpables los peligros de dejar el cambio desamparado en España para que prosperase una tendencia francamente inhibicionista, y esta tendencia cambió de presentación y salió a guerrear disfrazada. El disfraz consistió en reconocer que andaban en juego factores que deprimían el valor exterior de la peseta, pero que dependían de la política financiera, económica y social que se venía siguiendo y, en consecuencia, no podía hacerse nada eficaz sin variar radicalmente dicha política. La teoría fué puesta en circulación por un político y con fines de evidente intención política; mas pron-

to congregó en su torno a cuantos buscaban un aplazamiento indefinido de la solución del problema. Como el Gobierno acusado no iba a marcharse por teoría más o menos que se le disparara, se le invitaba en todo caso a que dejara las cosas como estaban.

A las voces de políticos, y de hombres prácticos que por primera vez acogían hospitalariamente una teoría, acudieron otras voces de mayor prestancia técnica, que, aunque en el fondo no sustentaron la misma tesis, indudablemente se incorporaron a aquella orientación. No es igual, en efecto, afirmar que el Gobierno sigue una política de elevación de precios que es causa de la depreciación de la peseta, que afirmar que la política financiera, económica y social del Gobierno dificulta la estabilización porque crea una tendencia general a la elevación de precios. En el primer caso se imputa al Gobierno la responsabilidad de la actual baja de la peseta, mientras que en el segundo caso se dan de lado los factores directos e inmediatos de la de-

preciación, y sólo se imputa al Gobierno la responsabilidad de una estabilización sin variar previamente los mencionados aspectos de su política. Prácticamente, este criterio es tan dilatorio como el otro, pero evita la ruda tarea de tener que hallar la correlación matemática entre el cambio exterior de la peseta y la creación del Comité paritario del ramo de la madera.

Es una completa inexactitud la de atribuir a la política económica del Gobierno la baja de la peseta. El autor de estas líneas, que ha combatido en la Prensa importantes aspectos de esa política y sigue pensando lo que antes pensaba, tiene que afirmar, no obstante, objetiva y científicamente, que nadie ha demostrado ni podrá demsotrar que tal política haya sido la causa de la depreciación monetaria ni un factor importante tan siquiera. Justamente, durante el período de gobierno de la Dictadura, lejos de ser el cambio determinado por los precios, han sido éstos los que influyeron en el cambio. Y, a mayor abundamien-

to, desde 1924 hasta el comienzo de la intervención en los cambios en julio de 1928, los índices de precios bajaron en España un 11,70 por 100, mientras que en Inglaterra no bajaron más que un 3,50 por 100.

## IV

## *EL FACTOR FUNDAMENTAL EN LA DEPRECIACION DE LA PESETA*

La teoría económica no ha registrado todavía debidamente un fenómeno que se ha presentado hace unos años en los mercados monetarios y ha llegado a constituir un factor predominante en los cambios: la internacionalización del capital bancario. Los lectores habrán observado en los últimos meses el pugilato entre los Bancos de emisión de los países de patrón oro por atraer depósitos bancarios extranjeros mediante el encarecimiento del alquiler del dinero. Ese fenómeno en la anteguerra carecía de considerable significación. El capital bancario que entonces buscaba colocación transitoria en Bancos extranjeros era infinitamente más re-

ducido; y lo absorbía principalmente Inglaterra, que era el país que tenía mecanismo financiero apropiado para manejarlo. Pero en la postguerra, con las deudas internacionales resultantes, las especulaciones y el establecimiento del *gold exchange standard* —que creó en casi todos los países grandes reservas de divisas extranjeras—, el capital bancario que va a situarse en el extranjero en depósitos a corto plazo no sólo aumentó extraordinariamente, sino que se difundió por la generalidad de los centros financieros mundiales. Y hoy supone, a cada momento, desplazamientos de dinero de tal volumen que desequilibran pronunciadamente las balanzas de pagos y exigen exportaciones cuantiosas de oro o de divisas equivalentes y, a fin de contenerlas, la alteración frecuente del tipo del descuento en los Bancos de emisión.

También a España vinieron esa clase de depósitos, pero con un carácter especulativo y esencialmente perturbador. Entraron en los Bancos españoles, en parte en 1926, pero torrencialmente en 1927. No entraron esti-

mulados por el interés que dichos Bancos ofrecían. Lo que los atrajo fué la esperanza de que, triunfante España en Marruecos, consolidada la Deuda flotante y en vías de nivelación el Presupuesto del Estado, la peseta habría de subir rápidamente. No ocurrió así, y en el segundo trimestre del año pasado iniciaron la retirada.

La retirada de los depósitos era catastrófica para el cambio. Desde luego, su efecto amenazaba con ser bastante más profundo que el favorable que causó su entrada, pues el capital se agolpa y precipita mucho más para huir que para acudir a los negocios. El cambio de la peseta empezó a bajar con persistencia. Los extranjeros no podían convertir sus pesetas en las monedas que originariamente habían aportado, porque la economía española tenía pocas veces saldos excedentes en su balanza de pagos; y se veían obligados a buscar otros especuladores extranjeros que les tomaran las pesetas a cambio más bajo. Ochocientos de los mil millones de pesetas que aproximadamente había en aquella fecha en

poder de extranjeros —hay que descontar que lo menos doscientos millones sean saldos corrientes que los Bancos extranjeros mantengan en España para atender a sus giros, y no representen posiciones especulativas— iniciaron el movimiento hacia el mercado de cambios y formaron una presión constante de oferta de pesetas.

¿Qué suponían ante presión tan gigantesca todos los demás factores de la balanza de pagos? En saldos normales diarios de dos o tres millones de pesetas, como son los de la balanza de pagos española, desplazamientos de diez, de veinte millones, como los que provocan tales depósitos en momentos agitados, dominan y definen sencillamente el cambio. En un país con balanza de pagos favorable no habría tanta impaciencia en quienes quisieran deshacer sus posiciones especulativas, puesto que hallarían desahogo constante en el mercado. España, por desgracia, tiene balanza desfavorable, y los extranjeros que desean vender sus pesetas raramente encuentran ocasión en el mercado normal y tienen

que acabar por cederlas con depreciación a otros especuladores. Por eso los depósitos extranjeros no "huyen" de España, como suele decirse, más que cuando el Comité Interventor los adquiere. Pasan de las manos de unos especuladores extranjeros a las de otros, que los toman con rebaja. Y he ahí por qué puede afirmarse que, si se abandona en la actualidad la peseta, la depreciación puede ser lógicamente constante e indefinida. No hace falta ser muy teórico para comprenderlo; basta con tener alguna idea de los efectos que sobre el precio de una mercancía tiene que producir la aparición constante en el mercado de numerosos liquidadores de existencias. Estos efectos no ha podido apreciarlos en toda su crudeza la opinión financiera española más que en los meses de abril y mayo últimos, cuando los extranjeros que poseían las pesetas, después de permanecer algún tiempo tranquilos en la confianza de que se restablecería la intervención de los cambios, comenzaron a desesperar. Y volvería a apreciarlos seguramente en el futuro si el Gobier-

no, en vez de estar estudiando a fondo la resolución definitiva del problema de los cambios, dejase entrever que abandonaba la partida.

No ha habido más ocasiones de apreciar la presión de los depositantes extranjeros, en el mercado de pesetas, porque el Comité Interventor lo ha impedido. Si no hubiese contenido desde julio de 1928 hasta febrero del presente año, y desde junio último hasta octubre la desmoralización de los tenedores de pesetas, el valor exterior de la valuta nacional sería desde hace mucho tiempo un verdadero desconsuelo. Esto debieran tenerlo descontado los financieros españoles que han combatido la intervención, pero no quieren ni meditarlo, tal vez por no sonrojarse de su inicial incomprensión.

## V

## *LA FALTA DE PRECAUCIONES CUANDO ENTRARON LOS DEPOSITOS EXTRANJEROS*

Pues si esos depósitos extranjeros podían causar tantas desazones, ¿por qué no se opusieron dificultades a su formación, o, al menos, por qué no se adoptaron las precauciones necesarias para atenuar sus peligros? —dirán seguramente algunos lectores al considerar los anteriores párrafos.

En efecto, debieron haberse adoptado precauciones; mas ¿quién debía haberlas adoptado? En España, en fuerza de inhibirse todo el mundo en las cuestiones monetarias, no queda viva otra responsabilidad que la del Gobierno. No hay a quien cargarle las culpas, pues se le cargan al Gobierno. Y, sin em-

bargo, en ningún país esa clase de cuidados corresponden al Gobierno. Los habrán dispensado los Gobiernos en tiempo de guerra, cuando las instituciones idóneas se declaraban impotentes transitoriamente, pero son funciones específicas e ineludibles del Banco emisor.

Véase lo que, en circunstancias análogas, cuenta que hizo en Alemania el presidente del Banco Imperial de Emisión Hjalmar Schacht. Lo relata en su libro titulado *La estabilización del marco:*

"El Reichsbank tuvo pronto conocimiento, por el rápido influjo de las divisas, de que se hacía uso inmediato de estos recursos y de que los Bancos alemanes lo mismo los empleaban en operaciones a corto que en operaciones a largo plazo. En consecuencia, desde los comienzos, el Reichsbank consideró conveniente llamar la atención sobre el carácter y significación de tales capitales. En un banquete de la Asociación Central de Bancos y Banqueros de Alemania, que se celebró en 15 de diciembre de 1924, hice yo observar la necesidad de

que los depósitos a corto plazo sólo fuesen empleados en transacciones a corto plazo, y que no se olvidase el peligro de tener que reembolsar tales depósitos en moneda extranjera, pues podría ocurrir que el Reichsbank no facilitara créditos para ello, en cuyo caso habría que pagarlos con los recursos de caja. Esos depósitos, les dije, deben ser empleados exclusivamente en operaciones liquidables a corto plazo."

Es decir, en Alemania fueron el presidente del Banco Imperial y los banqueros particulares los que procuraron hacer frente a los dos problemas que para el porvenir planteaban los capitales especulativos extranjeros: la retirada en un momento dado y el reembolso en divisas oro.

Son, pues, los elementos bancarios, y en especial el Banco de emisión, quienes debían haberse preocupado del asunto. Ellos tenían noticia del volumen y carácter de los capitales extranjeros que diariamente se convertían en pesetas y quedaban en sus estableci-

mientos depositados; a ellos competía darse cuenta de los riesgos que iban envueltos en una posible desmoralización o retirada. Al ministerio de Hacienda sólo podía llegar una vaga percepción del fenómeno. Ni siquiera había una estadística —estadística que tenía que ser forzosamente bancaria y no del Estado— que diera idea aproximada de su magnitud. La primera estadística la estableció un año después, al ser creado por el Gobierno, el Comité Interventor de los Cambios.

Habría sido épico el clamor que se hubiese alzado contra un ministro que, por simples rumores y presunciones de que entraba en España dinero extranjero, hubiera obstaculizado aquellas bodas de Canaá bursátiles, aquella explosión especulativa, aquella alegría memorable de 1927. Toda persona de buena fe que lea estas líneas y que conozca un poco el terreno financiero español sabe que esto es verdad. No sería justo exculpar totalmente al Gobierno de haber coincidido en tales optimismos —aunque era, después de todo, quien

más fundamentos tenía, porque fueron sus esfuerzos los que habían encendido la fe en la peseta—, pero sí es justo decir que a él no competía técnicamente la previsión de ciertas posibles consecuencias.

SEGUNDA PARTE

# *LA DEFENSA DE LA PESETA*

# I

## *LA LEY DE ORDENACION BANCARIA Y LA INTERVENCION EN LOS CAMBIOS*

Siendo tradicional en España que los elementos bancarios a quienes competía la vigilancia y regulación de los cambios se desentendieran de tan enojoso cometido, era inevitable que quien algún día emprendiera la tarea fuese el Gobierno. El Gobierno, empero, contaba para ello con medios técnicos bastante precarios y con recursos legales muy limitados. Podía hacer uso de la base séptima de la ley de Ordenación bancaria de 29 de diciembre de 1921, cuyo párrafo primero dispone:

"En el caso de que el Gobierno, con arreglo a las facultades que las leyes le concedan por espontáneo y singular acuerdo o en

virtud de concierto internacional en el que participe España, decida ejercer una acción interventora en el cambio internacional y en la regularidad del mercado monetario, el Banco de España, si esta intervención se efectúa por su su mediación o con su intervención, participará en la misma proporción que el Estado en las operaciones a que dicha política dé lugar."

Las previsiones de la ley de Ordenación bancaria eran totalmente insuficientes. El autor de este trabajo escribió en *El Sol* de 14 de diciembre de 1921, mientras se discutía en las Cortes el proyecto, un artículo titulado "El descuento bancario y la regulación del valor de la moneda", al cual pertenecen los siguientes párrafos:

"El proyecto de Ordenación bancaria parece que quiere —aunque tímidamente— poner remedio en el porvenir a la ausencia de política monetaria. Parece dar importancia al problema de que los precios estén más o menos altos, o más o menos bajos de lo que deben, en España, y de que la moneda nacio-

nal tenga un valor mayor o menor en el extranjero. Y, al efecto, adopta algunas previsiones para poder ejercer en tiempo oportuno una acción interventora en el cambio internacional y en la regularidad del mercado monetario. Así, obliga al Banco a compartir esa intervención en el caso de que un Gobierno crea conveniente establecerla, y a poner al servicio de la misma una determinada cantidad del oro que guarda en sus cajas.

"Es indudablemente excelente la idea del proyecto. Cuando sea llevada a la práctica, España tendrá alguien más que los especuladores que se ocupe del valor de su dinero. Tendrá un organismo guardián de los cambios, el cual, poseyendo una fuerte reserva de oro, procurará monopolizar el mercado de divisas extranjeras e impedirá que suba o baje, dentro de ciertos límites, su cotización; que hará desinteresadamente adquisiciones o enajenaciones de oro cuando sea preciso; que gestionará empréstitos internacionales si llega la ocasión...; pero que en los momentos más peligrosos y al propio tiempo más indicados

para su intervención no podrá mantener la estabilidad de la peseta.

"Siempre que se inicie en el extranjero una política de restricción del crédito y a nuestro Banco de emisión no le parezca cómodo articular el tipo del descuento a la trayectoria que en el exterior siga el precio del dinero, todos los esfuerzos del organismo regulador serán inútiles para contener el desplazamiento de los capitales españoles, y, por tanto, para contener el descenso del cambio. Suponiendo que el año pasado se hubiera sostenido nuestra exportación y no hubieran aumentado nuestros pedidos al extranjero; es decir, suponiendo que no hubiera sufrido desnivel nuestra balanza comercial, y suponiendo, al mismo tiempo, que hubiera estado ya funcionando el organismo regulador que crea el proyecto, no le hubiera sido posible sostener el cambio de la peseta, porque la mayor parte de nuestros exportadores —y especialmente los navieros— no convertían en pesetas las divisas extranjeras, a causa de convenirles depositar sus fondos en Lon-

dres, donde abonaban mayor interés los Bancos (1).

"Por otra parte, si el tipo del descuento no está en ciertos momentos subordinado al interés público —incluso con perjuicio para el interés privado—, ¿cómo impedir que los precios de España se desajusten del nivel normal internacional? Quedará la política monetaria interior entregada a la facultad discrecional del Banco de emisión; y si éste —dada su tradicional conducta— no restringe el crédito y permite la conservación de los precios de nuestra economía cuando estén bajando los de otros países, influirá para que la exportación española disminuya, y, consiguientemente, también por este lado hará presión sobre el cambio de nuestra moneda.

"Sin recabar el Estado su intervención en el descuento bancario —por lo menos desde el momento en que el cambio español tienda a bajar—, carecerá la institución que para

(1) *N. del A.*—En 1921 no era fácil imaginar que entrasen en España capitales bancarios del extranjero.

el cambio se constituya de uno de sus recursos más poderosos e insubstituíbles, cual es el de encarecer el dinero cuando haga falta.

"Y sería incomprensible que un ministro de Hacienda, que tantas cosas sacrifica al supuesto perfeccionamiento de nuestro organismo bancario, dejara mal atendida una necesidad tan elemental como la de regular el valor de la moneda."

Fué una verdadera calamidad para España que al finalizar el año de 1921, cuando el mundo entero se preparaba para estabilizar las unidades monetarias, después de la Conferencia de Bruselas; cuando la preocupación dominante en el orbe era terminar con el desorden monetario y restablecer el patrón oro, se renovase por veinticinco años el privilegio de emisión de billetes en España sin otras previsiones en el aspecto monetario que la de requerir una colaboración subordinada y precaria del Banco Nacional. No se podía en aquellos momentos ir repentinamente al patrón oro, y en ese sentido, no se pudo haber impuesto al Banco la obligación de con-

vertir el billete acto seguido, pero sí la de estudiar y preparar en plazo prudente un régimen monetario estable y, por lo pronto, haber asegurado transitoriamente la intervención del Estado en la política reguladora del crédito, única garantía de eficacia cierta para la regulación de los cambios.

Las predicciones que en 1921 hizo desde la gran Prensa de Madrid el modesto ideólogo que traza estas líneas se han confirmado en la realidad.

## II

## *FINALIDAD DE LAS INTERVENCIONES EN LOS CAMBIOS*

La finalidad de una intervención en los cambios consiste, en términos generales, en eliminar la influencia de aquellos factores que, siendo anormales por su naturaleza o por su transitoriedad, pueden producir indebidas alteraciones en el precio internacional de una valuta.

Las dos causas más importantes que históricamente han originado las intervenciones han sido el estado de guerra y la preparación de estabilización legales. En las primeras intervenciones se pretendió evitar a toda costa que las perturbaciones de la guerra invalidaran la medida de valor y el instrumento de cambio. Los ejemplos más notables han

sido la intervención rusa en la época del conflicto armado entre el antiguo Imperio de los zares y el Japón, y la intervención inglesa durante la Gran Guerra. Se trata de intervenciones forzadas y heroicas en las que el problema consiste en resistir a todo trance a una depreciación inevitable, pagando el Tesoro público las diferencias en la compraventa de divisas extranjeras.

La segunda clase de intervenciones es la más interesante desde el punto de vista de España. Tienen por base estas intervenciones preestabilizadoras el estudio y organización del mercado de cambios, el tanteo del tipo a que puede sostenerse sin anormalidad el cambio de la moneda y la preparación del mecanismo financiero que garantice una estabilización. Son de este tipo las intervenciones que han existido en la mayoría de los países europeos en la postguerra. Dichas intervenciones han fracasado —como la polaca, la belga, la primera francesa y la primera italiana— cuando, en lugar de utilizarse para preparar seriamente una estabilización, se

convirtieron en sistemas de diferir y evitar la adopción de las incómodas medidas que las estabilizaciones presuponían. En Bélgica se empeñaron en sostener el franco belga a 107 por libra esterlina —que es como si en España hubiera pretendido el Comité Interventor mantener la peseta a 20 por libra esterlina— mientras dificultades políticas y de todo orden impedían suprimir la enorme inflación existente, determinar las deudas e indemnizaciones de guerra y nivelar una balanza de pagos extraordinariamente desequilibrada. En Polonia, Francia e Italia ocurrieron cosas muy parecidas. En cambio, cuando por segunda vez dichos países hicieron el intento a un tipo racional y se vió que al propio tiempo se ponían en condiciones, se abastecían de recursos y se preparaban a realizar los sacrificios y reformas que toda estabilización trae consigo, las intervenciones no hallaron obstáculos.

Las intervenciones no pueden sostenerse cuando la especulación internacional confía en que, por la escasez o debilidad de los recur-

sos de todas clases que se ponen en juego, han de vencer sus ataques.

Se ha fantaseado mucho en España acerca de si tal o cual método de intervención era preferible, y se han puesto en contraste la intervención constante y casi fija, moviéndose entre márgenes muy pequeños para la compraventa de divisas —salvo los casos de oscilación maniobrera—, y la intervención ocasional y moderada, no resistiéndose a la corriente del mercado, sino atenuando simplemente sus variaciones extremas. No hay realmente otra intervención racional que la que sea eficaz para evitar las fluctuaciones anormales del cambio, y su procedimiento lo dictan las circunstancias. Todo organismo interventor ha de tender, naturalmente, a utilizar el menor número de recursos posibles —en ese sentido hizo toda clase de ensayos la última intervención española—, pero que pueda o no hacerlo depende de la causa de depreciación del cambio, y, si hay especulación, de la maestría y de los medios con que ésta se desenvuelva. Si la especulación es fuerte y exper-

ta, la intervención ocasional y moderada no es más que un procedimiento ingenuo de alimentar a aquélla con las mejoras de cambio que provoca y que luego no puede sostener cuando la especulación contraataca. Parece ser que una intervención de ese género tuvo éxito en España en alguna época anterior a la guerra; pero, si el autor no está mal informado, la intervención aludida no tenía que luchar con otra dificultad que con ciertas acumulaciones de compras de moneda extranjera que se producían periódicamente en ciertas épocas al tener que pagar España cupones y dividendos de la Deuda exterior y de acciones y obligaciones de Compañías ferroviarias.

En la crisis actual de la peseta el problema era bien diferente, por desgracia. Había, ante todo, que contener la desmoralización de los extranjeros que poseían cantidades muy considerables de pesetas. Conseguido esto, se podía actuar con libertad sobre los demás factores de la balanza de pagos nacional; mas para conseguirlo era indispensable dominar un mercado inquieto en el que la especulación

fintaba a cada coyuntura para tentar la resistencia. Así que hablar hoy de moderaciones y de martingalas es gana de hablar. Puede quienquiera preguntarlo a los prácticos expertos en la materia.

Los depósitos en pesetas, propiedad de extranjeros, que existían en España, que habían venido confiados en que la peseta iba a subir y que habían empezado a liquidarse al ver que no subía, produciendo con su liquidación una depreciación insistente y acentuada, necesitaban estímulos para no salir a deprimir el mercado monetario. La intervención se los ofrecía. La intervención les aseguraba el reembolso en divisas extranjeras, en cualquier momento, y, al mismo tiempo, renovaba su esperanza de que subiera la peseta como consecuencia de la eliminación de los factores anormales que la depreciaban. Además, la intervención atraía otros depósitos creando un mercado de pesetas a plazo que permitía obtener un beneficio comprando pesetas al contado y vendiéndolas a plazo, cuyo beneficio, acumulado al 4 ó 4 ½ por 100 que los Ban-

cos españoles abonaban por las pesetas depositándolas a tres meses, hacía posible sacar un interés del 5 ½ ó 6 por 100 anual al capital extranjero que se dedicaba a tales operaciones.

Lo que no podía evitar la intervención era que los depósitos de extranjeros huyeran por otras causas que más tarde han de apuntarse.

## III

## *OPORTUNIDAD DE LA INTERVENCION ESPAÑOLA*

Cualquier persona imparcial y un poco competente que medite serenamente sobre la situación tiene que convenir en que la intervención de los cambios era en España inevitable. Discutirá en todo caso si fué establecida o no con oportunidad. Vale la pena de examinar este aspecto.

La intervención fué organizada formalmente en España a fines de junio del año pasado, cuando la cotización de la peseta había venido descendiendo persistentemente y estaba en absoluto comprobada la inquietud de los depositantes extranjeros y su consiguiente presión sobre el mercado. No se había producido aún una franca "desbandada" de los de-

pósitos, pero era de temer más cada día, pues se percibía que iba en aumento la agitación y cualquier circunstancia imprevista, de las que son tan corrientes en materia de cambios, podía producir un derrumbamiento difícil de contener. Además, en aquel momento el cambio no estaba muy distante de la paridad de los niveles de precios. Esto de la paridad de los niveles de precios hay que tomarlo bastante en cuarentena y muy especialmente tratándose de España, donde, por diversas razones, funciona tan mal todo el mecanismo de influjo de los precios en el comercio exterior y donde, por otra parte, es tan defectuoso el material estadístico. Mas no por eso debe desdeñarse tal punto de referencia, pues es preferible tener uno insuficiente a no tener ninguno.

Se empezó a tantear el cambio alrededor de 29,50 pesetas la libra, y, tres meses más tarde, alrededor de 30,20 pesetas la libra. Por entonces la comparación de la paridad de los niveles de precios daba un cambio teórico aproximado de 31,80 pesetas la libra. La di-

ferencia apenas excedía de un 5 por 100. Esa era, pues, la proporción en que la intervención sostenía la peseta por encima de su valor teórico. Diferencias temporales de tal cuantía son muy corrientes incluso en monedas estabilizadas. En el caso de España, en que la posibilidad de comparar su verdadero nivel de precios era tan relativa, aquella diferencia no podía ser tomada en consideración. Y mucho menos aún teniendo en cuenta que la mayor amenaza para la peseta en aquel período no era un fenómeno de orden comercial, sino un factor psicológico, y que era peligrosísimo para la tranquilidad de los depositantes dejar que la depreciación se prolongara. Técnicamente, por tanto, no se puede afirmar que la intervención no fuera organizada en tiempo oportuno.

Cabe, claro está, razonando en un terreno puramente abstracto, que se hubiera escogido momento más oportuno todavía, a saber: el año 1927, cuando entraron en España los capitales extranjeros. Entonces pudo haberse formado una reserva de divisas extran-

jeras con las cuales haber hecho frente después a todo evento. Pero ya se ha respondido en otro lugar a este argumento. ¿Con qué pretexto justificado iba a tomar semejante iniciativa —siempre antipática entre la grey financiera española— un Gobierno, evitando con ello el alza de la peseta? ¿Podía conocer siquiera aproximadamente el Gobierno la importancia del fenómeno? ¿Reclamaron la intervención los elementos bancarios?

El Gobierno intervino cuando entendió que el movimiento de los cambios era tan amenazador que podía perjudicar seriamente a la economía nacional. Fué entonces cuando se creyó justificado para adoptar la actitud de violencia que para muchos y muy poderosos intereses suponía el hacer uso de la Base séptima de la ley de Ordenación bancaria, y organizar la intervención en los cambios.

Y aun así y todo, considerado el problema desde ese punto de vista, fué prematuro el establecimiento de la intervención. Habría sido preciso dejar que la peseta se hubiera desplomado catastróficamente —como hubie-

ra ocurrido de una manera cierta en octubre o noviembre de 1928, lo más tarde, dados los obstáculos que tuvo que vencer la intervención— para que se hubiese formado opinión favorable. Sólo que entonces se habrían agigantado enormemente las dificultades técnicas de la intervención. El momento que se escogió no fué, por consiguiente, el mejor imaginable, pero sí el mejor posible; el menos malo, hablando con mayor precisión.

## IV

## *LA HOSTILIDAD HACIA LA INTERVENCION*

Para los elementos tradicionalistas partidarios de la inhibición en la cuestión monetaria cualquier momento habría sido inoportuno. Les parecía mal que se pretendiera combatir una especulación que, después de todo, no les había producido nunca otra cosa que beneficios. Una frase que refleja toda una psicología, en ese respecto, la escuchó el autor de un banquero español, persona discreta y honorable, y que tal vez se dejase abrir las venas si se pusiera en tela de juicio su patriotismo. "Nosotros —decía en una ocasión— jamás especulamos. Claro que

se hacen las operaciones corrientes de arbitraje aquí como en todos los Bancos. Y si un día el Gobierno se empeña, como una vez se empeñó, en vender libras en la Bolsa de Madrid a un precio inferior al que las pagan en Londres, naturalmente, las compramos para revenderlas y ganar la diferencia." Es decir, que le parecía natural, no sólo no ayudar al Gobierno a sostener el valor de la moneda nacional en el exterior, sino hacerle fracasar, llevándole el dinero. Es de suponer que aquella manera de pensar no fuese tan general en la esfera bancaria como suponía el declarante, pero revela el espíritu de insolidaridad con el Gobierno para estos menesteres y el temor de perder unos beneficios.

Otro factor que hacía indeseable la intervención a la opinión financiera eran las reglamentaciones, vigilancias y molestias inevitables en actuaciones de esa índole. Tanto estas molestias como los posibles quebrantos —nunca grandes— antes apuntados habrían sido

soportados con resignación y con gusto si los financieros españoles hubieran estado convencidos de la necesidad de defender la moneda nacional. No lo estaban, y de ahí que recibieran con escepticismo y con hostilidad más o menos manifiesta el establecimiento de la intervención.

La política aprovechó la coyuntura al percibir que podía hacerse un arma seria contra el Gobierno. Y donde había escepticismos y hostilidad recatada puso mala fe, insidia y escándalo. Desde el mismo día en que se emprendió la patriótica defensa del cambio, empezaron a circular rumores de pérdidas considerables y de desastres. Una actuación que para desarrollarse normalmente requería a todo trance ambiente propicio, si había de llevar la confianza a los tenedores de pesetas del extranjero, se encontró rodeada de una atmósfera negativa, envenenada y calumniosa. Con tal de hacer fracasar al Gobierno en el empeño, no se reparaba en nada. El caso era patentizar que, mientras subsistiera el régimen, bajaría la peseta y fracasarían cuan-

tos intentos se hicieran para contener la baja. Se inventaban tropiezos, se abultaban las dificultades, se calculaban quebrantos que no existían. Se sabía que todo era falso, pero no importaba.

Es ocioso destacar el daño que a la intervención se le hacía. Los cambistas extranjeros recibían constantemente de España esas impresiones en sus conversaciones telefónicas. Si en España se censuraba y debilitaba la intervención, ¿cómo la iba a respetar la especulación extranjera, que no podía apreciar directamente su fortaleza ni las garantías de persistencia con que se desenvolvía? Los principales responsables del posible fracaso de la intervención en los cambios españoles eran, por tanto, precisamente los que más tarde habrían de imputar el fracaso a quienes la dirigían. Por fortuna, la opinión financiera extranjera llegó a percatarse de que la intervención española se desenvolvía entre una algazara de bulliciosa y desenfrenada política y, aunque las intrigas y fábulas

de los impugnadores de la intervención produjeron estrago —especialmente en momentos delicados—, hubo otros obstáculos más eficaces y de los cuales ya se ha de hacer mención.

## V

## *LAS DIFICULTADES DE LA INTERVENCION*

Las verdaderas dificultades que se opusieron a la intervención fueron tres: la presunta inestabilidad política, la tensión monetaria internacional y la limitación de medios del organismo regulador.

La especulación no atacó sistemáticamente más que al comienzo de la intervención, pues cesó al comprobar que existía positiva resistencia, y no reanudó sus embates sino cuando se hizo palpable la proximidad de una crisis interventora. Fué más factor coadyuvante que factor causal.

La balanza comercial creó también enojosos obstáculos, pero fueron transitorios. El año de 1928, con su desfavorable cosecha de

cereales, con su escasa exportación de aceite y con el anuncio de que en enero de 1929 sufrirían recargo muchos derechos arancelarios, fué un año extraordinariamente desnivelador de la balanza comercial española. Todo ello pesó ciertamente y de una manera ruda en la primera fase de la intervención. Ese factor, sin embargo, fué pasajero, y, aun teniendo mucha importancia, habría quedado reducido al mínimo si se hubiera podido dominar los otros. El capital extranjero habría atenuado considerablemente sus efectos con la adquisición de pesetas. Así y todo, lo hizo, y la intervención recibió un respetable auxilio en 1928, con el aumento de los depósitos en pesetas propiedad de extranjeros.

Causas más graves y más duraderas fueron las que antes se enumeraron. La sensación de inestabilidad política que reflejaban ciertas campañas desarrolladas sistemáticamente en el extranjero, creaba expectantes recelos en el mercado internacional de pesetas, y cada vez que los rumores parecían pre-

sentar cierto fundamento se producía un desprendimiento de depósitos extranjeros y se levantaba en armas la especulación. La suspensión de la intervención el día de los acontecimientos de Ciudad Real, a fines de enero del presente año, obedeció a esa circunstancia. Para contrarrestarla en aquella sazón se hacía preciso poner en juego recursos financieros incalculables y acaso superiores a los que tenía en sus manos el Comité Interventor. Los efectos de la especulación en esas ocasiones eran transitorios, pero las evasiones de depósitos no lo eran, pues el dinero es muy medroso y no suele querer volver a experimentar las desazones, una vez que las ha pasado.

La tensión monetaria internacional fué otro contratiempo contra el que la lucha resultaba desesperante. Se declaró justamente en julio de 1928, cuando emprendía sus tareas la intervención. Empezaron elevando el tipo del descuento los principales Bancos de la Reserva Federal de los Estados Unidos. Siguieron, en el curso del año, Austria, Hungría, Suecia y Finlandia. Abrió marcha en el mis-

mo sentido, en el año presente, Italia, y siguieron Inglaterra, Polonia, Holanda, Rumanía, Dinamarca, Suecia, Estados Unidos, Bulgaria, Bélgica y otra vez Inglaterra. Este último país, durante el período de la intervención española en los cambios, subió el descuento del 4 ½ al 6 ½ por 100, y los Estados Unidos, del 4 al 6 por 100. Se destacan ambos casos porque son los que más afectaron a la intervención.

Esa tensión monetaria tuvo funestas repercusiones en los depósitos extranjeros en pesetas, y fué, desde luego, la que, a la larga, más quebrantó a la intervención. En la segunda fase de ésta fué sencillamente decisiva, y si no hubiera existido, las cosas se habrían desarrollado de otro modo bien distinto.

Los depositantes extranjeros no liquidaban sus posiciones porque en un país o en otro se ofreciera mejor interés a su dinero. Esto lo harían algunos que tenían operaciones "dobles" y obedecían al estímulo del 5 ½ o 6 por 100. La generalidad se retiraban porque tenían compradas sus pesetas con

préstamos a uno, dos o tres meses, que les habían facilitado Bancos ingleses o norteamericanos, y al producirse la contracción del crédito en Inglaterra y en los Estados Unidos, lo primero que se negaban a renovar los Bancos era los créditos con fines especulativos. Retiraban, por consiguiente, los depositantes sus pesetas para cambiarlas por libras o dólares y poder cancelar sus deudas al vencimiento. La elevación del descuento en los Estados Unidos en agosto último obligó al Comité Interventor a ceder cerca de dos millones de libras esterlinas, y la elevación en Inglaterra, en el mes de septiembre, le forzó a vender otros tres o cuatro millones.

Podía haberse defendido de esa contingencia —la más grave de todas— el Comité Interventor, si no hubiese actuado con recursos muy limitados. Al hablar de recursos no se alude aquí exclusivamente a su masa de maniobra, sino a todos los resortes adecuados. Era precisamente el lado flaco de una intervención como la prevista en la ley de Ordenación bancaria; debilidad que había puesto

ya de relieve en 1921 el autor de este trabajo. Si se hubiese podido causar la impresión, desde un principio, de que tras de la intervención española estaban las enormes reservas metálicas del Banco de emisión, ningún depositante extranjero habría estado temeroso y a falta de la menor instigación para deshacerse de las pesetas. Si la intervención hubiera sido de la exclusiva cuenta e incumbencia del Banco de emisión, éste habría ido absorbiendo del mercado las pesetas que afluían de los cambios y, al mismo tiempo que restaba disponibilidades a los especuladores, contraía la circulación en el interior y forzaba a los Bancos españoles a remunerar mejor a los depositantes extranjeros. Si la política de crédito, en fin, del Banco de emisión hubiese podido correr parejas con la monetaria de circulación internacional que seguía la intervención, y se hubieran efectuado las entonces inevitables elevaciones del descuento, no habría causado la tensión monetaria mundial tanto daño.

Pero la ley de Ordenación bancaria no

había dispuesto las cosas de ese modo. No había encomendado al Banco emisor la función interventora —sino que la había reservado a la iniciativa y dirección del Estado—, ni había conferido al órgano interventor mixto que creaba, atribuciones para afectar a la defensa monetaria, ni las reservas metálicas del Banco, ni la política de crédito.

Desde el primer momento pudo apreciar el mercado que la masa de maniobra de la intervención se hallaba limitada a unos créditos totalmente insuficientes, dado el volumen de pesetas que había en manos de extranjeros. Con esto resultaba muy relativa la garantía que daba la intervención a los capitales forasteros, y no era extraño que éstos quedasen alerta para fugarse a la menor dificultad o alarma que se presentara.

Por otra parte, al no hacerse la intervención por cuenta y riesgo del organismo emisor, no se restaban medios al mercado cuando se adquirían pesetas, y éstas reaparecían actuando en otra forma sobre el cambio y no haciendo sentir a los Bancos particulares las

consecuencias de la contracción. Y esta es otra de las circunstancias que no podía inspirar confianza en la resistencia de la intervención.

Finalmente, no hubo posibilidad material de que el descuento bancario español siguiera el ritmo internacional. Y no por falta de buena voluntad del Banco de emisión —que, aun suponiendo no lo hubiera llevado a cabo por convencimiento, lo habría hecho por inquebrantable lealtad hacia el Estado y los intereses nacionales—, sino por no estar preparado un mecanismo crediticio flexible y adecuado. En un país en el que la política de crédito jamás ha estado acomodada a la defensa monetaria y, en consecuencia, a las vicisitudes del mercado internacional de dinero, es muy difícil repentinamente practicar ese ajuste. Si la ley de Ordenación bancaria hubiera previsto, en una u otra forma, que el tipo del descuento era la pieza maestra de un sistema interventor del cambio, se habría venido cuidando inevitablemente que dicho resorte pudiese jugar con soltura en un momen-

to dado, y no se hubiera restablecido, precisamente por el Gobierno mismo que hizo la ley, la práctica viciosa de cubrir con fabricaciones de dinero los empréstitos del Estado, por resultar negocio subscribir Deuda pública y pignorarla en el Banco; práctica que iba a ser, a la larga, el primer obstáculo para toda elevación del descuento. Se pudo elevar únicamente el ½ por 100 en diciembre de 1928, y produciendo penosas violencias. Esta insolidaridad del mercado de crédito con el mercado monetario tuvo que ser fatal para el prestigio de la intervención.

Claro que los depositantes extranjeros de pesetas no conservaban sus posiciones —excepto los que tenían operaciones "dobles"— por diferencias de 1 ni de 2 por 100, sino porque esperaban que la peseta subiera de cotización. Pero ese no era el problema. El problema era el de causar la impresión psicológica de que detrás de la intervención estaba toda la organización de crédito de España y de que se estaba preparando seriamente la estabilización definitiva de la peseta y, en con-

secuencia, se podía esperar un alza de la misma. Sólo de esa manera los depositantes extranjeros habrían recurrido a otros procedimientos antes de cancelar sus posiciones en pesetas para satisfacer sus deudas; y los que no hubiesen tenido más remedio, habrían sido substituídos por otros depositantes nuevos. Ese fué el tipo de efecto que se produjo con las elevaciones del descuento en Dinamarca y Francia, por ejemplo, durante las intervenciones que estabilizaron de hecho la corona y el franco.

Están, pues, claras y patentes las grandes dificultades con que tuvo que luchar la intervención española y que le impidieron en determinados momentos contener la fuga de los depósitos extranjeros de pesetas, que eran su primordial finalidad. Con la presente ley de Ordenación bancaria habría sido posible salvarlas únicamente, si se hubiera actuado por comprensión y entusiasmo en la defensa de la peseta, y no por estricta obligación legal. Con el organismo emisor leal, pero pasivamente remolcado por un precepto imperati-

vo, no cabía suplir con flexibilidad las omisiones de una ley. Todavía, si la tensión monetaria internacional no hubiera comprometido agudamente algunas veces los medios financieros del Comité Interventor, se habría resistido, sin otros resortes que los proporcionados por la base séptima de la ley bancaria; pero justamente se presentó en el mundo un período de tensión monetaria excepcional y se cumplió la profecía que había hecho en 1921 el autor, de que siempre que se iniciase en el extranjero una política de restricción del crédito, serían impotentes los esfuerzos del organismo regulador.

## VI

## *BENEFICIOS QUE HA REPORTADO LA INTERVENCION*

Suponiendo, como algunos suponen —o hacen que suponen— estúpidamente, que habiendo dejado la peseta a la deriva, como siempre estuvo, habría sufrido leves oscilaciones y nunca descensos bruscos, y que la regulación del cambio fué la que desató la especulación, la intervención, naturalmente, en vez de reportar beneficios a la economía nacional, lo que ha hecho es traerle perjuicios. Suponiendo, por el contrario, que al organizarse la regulación del cambio existieran factores inexorables determinantes de la depreciación de la peseta —y esto lo han reconocido incluso los que se han servido del problema de los cambios para descalificar la

política económica del Gobierno—, la intervención ha hecho a la economía nacional incalculables servicios.

La intervención ha mantenido estable el valor exterior de la peseta desde julio de 1928 a febrero de 1929; lo ha sostenido después varios meses con la esperanza de que el Comité Interventor reanudaría sus actividades, y, finalmente, ha vuelto a mantenerlo estable de junio a octubre del presente año. Durante ese tiempo han perdido la fe los capitalistas extranjeros que adquirieron pesetas confiados en el alza; se han producido las perturbaciones monetarias que pusieron en grave riesgo las valutas de los propios países de patrón oro; ha habido que comprar al extranjero cantidades extraordinarias de trigo y maíz; abonar idemnizaciones en oro a algunas Compañías petrolíferas; hacer frente a una anticipación de importaciones fantástica, provocada por el proyecto de nuevo Arancel; soportar una exportación de capitales, que no acaba de verse clara, pero que personas de autoridad aseguran tiene importancia, y purgar momen-

tos de alarma política, alguno de ellos de la repercusión del de Ciudad Real. Puede invitarse, a quienes tengan idea del mercado de cambios y de su extrema sensibilidad, a que calculen adónde habría ido la peseta, abandonada. Porque hoy mismo el cambio no refleja ni remotamente la situación en que quedaría la peseta si no hubiese la esperanza de que se va a la estabilización legal. Y hoy no existe, después de todo, en el mercado, ninguna nube desfavorable del calibre de las enunciadas; por el contrario, puesto que se está entrando en la época de la gran exportación frutera.

La intervención ha evitado que la peseta haya sufrido oscilaciones de incalculable violencia; que la economía nacional haya estado experimentando gigantescas pérdidas con la depreciación constante de la unidad monetaria; que la vida se haya encarecido en la nación en proporciones aterradoras.

De sobra son conocidos los daños que originan a la economía de un país las oscilaciones monetarias. Se hacen sencillamente im-

posibles los negocios de importación y exportación, y, tanto los importadores como los exportadores, más que productores de servicios útiles a la economía nacional, resultan especuladores en moneda. Y cuando las fluctuaciones del cambio son bruscas o duraderas e influyen en los negocios interiores, todos los productores nacionales viven sentados en una mesa de juego, y sus negocios son regidos por el puro azar. Por otra parte, nadie que no esté realmente forzado a admitirla, acepta una moneda de valor inconstante, con la cual no sabe nunca a qué atenerse. Es notorio que han disminuído por esa causa, en los últimos tiempos, los giros que los españoles de América hacen a la patria; y esas exportaciones de capital español, de que tanto se habla, habrían llegado a realizarse en masa si se hubiera dejado a la peseta en estos años dar las sacudidas que eran de esperar.

Pues si beneficios ha reportado a la economía patria en ese sentido la intervención, no los ha devengado menores al impedir una depreciación cierta, progresiva e ilimitada de la

peseta. Una depreciación de ese carácter habría mantenido constantemente el valor exterior de la peseta un 5, un 10, un 15, un 20 por 100... por debajo del correspondiente a su nivel de precios; lo cual significa que España habría tenido que estar pagando al extranjero un 5, un 10, un 15, un 20 por 100... más que lo que debía pagarle por su importación de mercancías y servicios, y que, por el contrario, le habría estado cobrando de menos proporciones equivalentes por sus exportaciones. Si se tiene en cuenta que el importe del volumen total de las transacciones anuales de España con el extranjero se acercará a la cifra de 5.000 millones de pesetas, puede calcularse que, durante el período en que la peseta hubiera tenido una depreciación superior en un 5 por 100 a la correspondiente a su nivel de precios, habría estado perdiendo la economía española a razón de 250 millones de pesetas anuales; 500, si la depreciación hubiera excedido en un 10 por 100; 750, si hubiera excedido de un 15 por 100; 1.000, si hubiera ex-

cedido en un 20 por 100, y así sucesivamente. De esto nadie se acuerda cuando se habla de las pérdidas de la intervención; pérdidas que son, además, imaginarias, como ha de verse en otro lugar.

En fin, la intervención no ha permitido que aumentase todavía más la carestía de la vida en España. Si el cambio hubiese bajado desde el otoño de 1928, como debía haber inexorablemente bajado, los precios se hubieran elevado, pues el mayor valor de las mercancías importadas se transmite a toda la vida económica nacional. Cierto que no se notó de una manera sensible en los precios la baja de la peseta en la primavera última, pero ello fué debido a que, con el anuncio de nuevo Arancel, se habían formado grandes *stocks* de mercancías extranjeras al comenzar el año, pagadas a cambio más favorable. Lo lógico es que, a no darse alguna anormalidad de ese género, los precios vayan subiendo a medida que baja el cambio. Es el fenómeno que trajo las grandes agitaciones sociales a varios

países europeos, en la postguerra, y que estuvo a punto de generalizar el comunismo. La intervención ha librado hasta la fecha presente a España de ese amenazador conflicto.

## VII

## *EL COSTE DE LA INTERVENCION*

Desde que comenzó a funcionar el Comité Interventor, se han venido inventando y cifrando con pasmosa seguridad presuntas pérdidas de la actuación reguladora. Es la parte novelesca de la oposición, y no es extraño que en ella haya puesto sus mayores empeños la fantasía, porque es el truco que al vulgo más podía impresionar.

Los beneficios o pérdidas de una intervención de este carácter no hay posibilidad de calcularlos hasta que la intervención no se liquida. Una intervención del tipo de la española no consiste en una serie sucesiva de compras y ventas de monedas extranjeras que den lugar a constantes diferencias en pérdida, que es lo que tenía que haber ocurrido para

que las murmuraciones que han circulado pudieran tener algún asomo de verdad. La intervención española se dedicó principalmente a tomar los saldos en pesetas que se ofrecían en el mercado con peligro para la cotización de la moneda nacional, dando en pago divisas extranjeras a determinados cambios. Con ello contrajo una deuda en moneda extranjera, cuya contrapartida son las pesetas que la intervención adquirió y que en parte puso a rédito en España. También compró, cuando tuvo ocasiones propicias, los saldos —no muy frecuentes— que encontró en el mercado en moneda extranjera; pero procurando no hacerlo, por regla general, sino cuando en ello encontraba ventaja. Las adquisiciones fueron a rebajar la deuda acumulada por las ventas.

Es evidente que en una intervención de esa naturaleza no puede haber pérdida más que en el caso de que, al satisfacer la deuda y adquirir para ello la moneda extranjera necesaria, se halle más alta su cotización que el tipo medio a que se verificó anteriormente su venta, o no se halle más baja en el grado

suficiente para pagar las diferencias de intereses y demás gastos de la intervención.

Si llegara a decretarse la estabilización, no habría posibilidad de pérdida alguna. Aun en la hipótesis tan desfavorable de que se estabilizara la peseta a la cotización actual, no habría posible quebranto para el Tesoro, porque la diferencia de revaloración de la reserva de oro bancaria rendiría de sobra para desmonetizar la plata, cancelar las deudas del Tesoro con el Banco y pagar las diferencias de liquidación de la acción interventora. Y en el caso de que no se escogiera ese procedimiento, bastaría consolidar la deuda oro contraída o percibir en oro el Tesoro los derechos de Aduana y dedicar el importe de la recaudación a amortizar los créditos invertidos. Ese oro tendría que adquirirlo, después de todo, la economía nacional con una prima bastante inferior a la que hubiera tenido que soportar para los pagos arancelarios, de no haberse intervenido el cambio.

Lo único que hasta ahora puede a la intervención atribuirse es que ha exportado una

cantidad de divisas oro para sostener el cambio. ¿Y qué país no ha tenido que hacerlo en este período de perturbación monetaria mundial? Inglaterra, para defender su moneda, se vió obligada a exportar, desde julio de 1928 hasta octubre de 1929, 43 millones de libras esterlinas en lingotes oro —cerca de 1.500 millones de pesetas—; Alemania, desde diciembre de 1928 hasta abril de 1929, 893 millones de marcos oro en metal o en divisas —más de 1.500 millones de pesetas—; Italia, desde julio de 1928 hasta abril de 1929, 1.903 millones de liras en oro o en divisas —más de 700 millones de pesetas—. He ahí tres pueblos bien administrados, con estabilidad monetaria consolidada, y que han tenido que exportar mucho más oro o divisas oro que España —a España se atribuye haber exportado por valor de 500 millones de pesetas— para defender su moneda, dentro del período en que actuó la intervención española. Lo que ocurre es que, en esos como en los demás países de patrón oro que han tropezado recientemente con grandes obstáculos para sostener sus cam-

bios, existen posibilidades de rescatar el oro —metal o divisas—exportado que no existen en España. Esas posibilidades las da el patrón oro al asegurar que el cambio no ha de bajar del pequeño margen que deja el *gold point* y, dentro de esa seguridad, al elevar el descuento bancario, contrayendo la circulación en el interior y atrayendo el capital extranjero. En España el régimen monetario y la ley de Ordenación bancaria, no permiten atraer de nuevo las divisas oro que se exportan para defender la moneda y, si no se quiere tocar la reserva del Banco, hay que contraer una deuda exterior, que es lo que la intervención ha hecho.

Pero ¿qué significa esa deuda contraída por la intervención española? Pues significa principalmente que unas cantidades que antes debían los Bancos particulares de España a otros del extranjero, ahora las debe el Comité Interventor. Uno de los fenómenos más curiosos de la incultura financiera nacional es la facilidad que en España existe para ver una deuda exterior cuando es el deudor el Es-

tado, y la incapacidad que se da, por el contrario, para ver esa misma deuda cuando los deudores al extranjero son los Bancos. Que tal acontezca al gran público indocto en materias económicas se comprende; lo que es increíble es que se hallen atacados de igual ceguera muchas personas en las cuales tiene depositada su confianza el ahorro de la nación.

La deuda de la intervención no es, en su mayor parte, sino la deuda que tenían los Bancos españoles con el extranjero y que ha sido rescatada del mercado monetario por el Comité Interventor para que no depreciara la peseta al querer ser cambiada a viva fuerza por moneda de oro. Y en la parte que puede no representar evasión de depósitos extranjeros de pesetas, es la deuda que contraen con el exterior los países de moneda depreciada para saldar el déficit de su balanza de pagos, pues lo general es que dichos déficits se salden comprando los especuladores internacionales moneda depreciada y depositándola en los Bancos de la nación deudora.

## *FINAL*

El autor ignora si ha conseguido su propósito de aclarar el origen de la intervención de los cambios en España, las condiciones en que se ha desenvuelto y sus resultados.

Dicha intervención ha sido absolutamente inevitable; se ha llevado con plena conciencia de los factores reales que vienen influyendo de un modo mediato o de un modo inmediato en el cambio de la peseta, y con la asistencia de los organismos técnicos más competentes y especializados del mundo; se han empleado en ella los únicos medios con que se ha contado; ha reportado beneficios incalculables a la economía nacional, y de su problemático coste no puede hablarse aún. No era posible prorrogarla indefinidamente, porque se hu-

biera convertido en un expediente dilatorio del problema monetario en España, en vez de ser el procedimiento preparatorio de su solución. Eso es fundamentalmente lo que la ha detenido.

No se vea, pues, en la intervención suspendida fracaso alguno. De haber fracasado algo ha sido la ley de Ordenación bancaria, en la cual tuvo irremediablemente que basarse. La intervención ha constituído la primera fase de una política de ordenación monetaria y financiera, cuya ausencia viene desarrollando anormal y defectuosamente la economía española, convirtiéndola en un caso único en el orbe civilizado. Esa es la verdadera razón de que hayan presentado tan bronca batalla intereses mal entendidos y prejuicios arcaicos. Pero todas las resistencias serán inútiles, porque se impone la necesidad de dar urgente solución al problema de que la moneda española no sea la única depreciada en el concierto comercial europeo; y ese problema no tiene más solución que la que se ha emprendido. El tiempo ha de confirmarlo.

# *INDICE*

Páginas

PRIMERA PARTE

LA DEPRECIACION DE LA PESETA

INTRODUCCIÓN..... 7

I.—La política monetaria tradicional en España..... 9
II.—Las circunstancias económicas y financieras de la anteguerra y las actuales. 13
III.—La depreciación de la peseta y la política del Gobierno..... 19
IV.—El factor fundamental en la depreciación de la peseta..... 23
V.—La falta de precauciones cuando entraron los depósitos extranjeros..... 29

SEGUNDA PARTE

LA DEFENSA DE LA PESETA

I.—La ley de Ordenación bancaria y la intervención en los cambios..... 37
II.—Finalidad de las intervenciones en los cambios..... 45
III.—Oportunidad de la intervención española. 53
IV.—La hostilidad hacia la intervención..... 59
V.—Las dificultades de la intervención..... 65
VI.—Beneficios que ha reportado la intervención..... 77
VII.—El coste de la intervención..... 85

FINAL..... 91

# ALGUNAS ERRATAS

| PÁGINA | LÍNEA | DICE | DEBE DECIR |
|---|---|---|---|
| 21 | 22 | han sido éstos los que influyeron en el cambio | han sido éstos los influídos por el cambio |
| 49 | 4 | y que luego no puede sostener cuando | y que luego no puede la intervención sostener cuando |
| 74 | 21 | comprensión | convicción |
| 90 | 10 | sino la deuda | sino una porción de la deuda |

UNIVERSITY OF N.C. AT CHAPEL HILL
*0000035385*